

テーマ：世界のマーケットは、今

発表日：2011年4月11日（月）

～震災の影響を織り込んで行き過ぎた米引き締め観測は後退も～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

海外のマーケットは“景気拡大&インフレ懸念”がテーマ

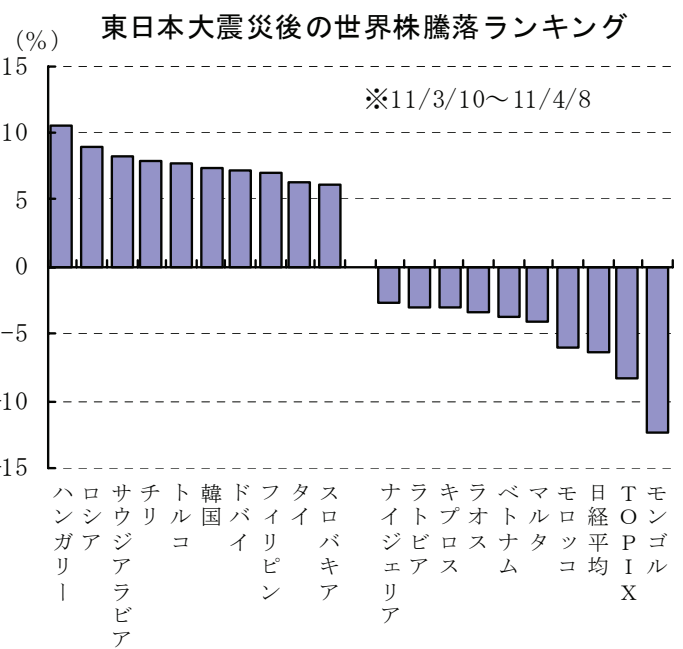
3月11日に起こった東日本大震災以降、がれきの撤去や主要道路の復旧など少しずつではあるが復興に向けての動きが見られる一方、多くの被災者が避難所での生活を強いられているほか、津波の被害を受けた漁業や農業をはじめ、被災地での経済活動は復興にはほど遠い状況におかれている。加えて、福島第一原発での事故処理については、さらなる悪化こそ食い止めてはいるものの、抜本的な解決に向けての下準備作業にとどまる状況が続いており、作業長期化の様相を呈している。東京電力管内での電力不足問題は気温の上昇とともに一時的に緩和したものの、夏場の電力需要をこなす供給目処はついておらず、企業を中心に25%の電力使用削減方針が打ち出されている。

海外でも日本の震災、及び原発事故はトップニュースとして取り上げられ、金融市場においても一時は最大の関心事項となり相場を左右した。しかし、震災から1週間も過ぎた頃には、海外のマーケットで日本のニュースが相場変動材料として大きく取り上げられることはなくなった。日本の基幹部品生産が滞っていることが海外企業の生産に悪影響を及ぼしたり、原発事故処理の長期化による放射能漏れを懸念する声は強いが、それは数多ある“リスク材料”の一つとして、例えば中東の政情不安の拡大や、欧州の財政懸念などと同列に扱われるようになってきている。

ここで、東日本大震災前日となる3月10日から4月8日までの1ヶ月間の主要市場における株価指数と国債利回りの動きを確認すると、株価指数は主要90指標のうちほぼ3分の2に当たる61指標が上昇を記録、米欧などの主要国や中国など主要新興国の大半が震災前の水準を上回っている。一方で下落しているのは欧州財政悪化国や中東諸国のほか、ベトナムなどインフレ懸念の高い国が目立っている。ちなみに、日本のTOPIXは90指数中89位、日経平均は88位と、震災の影響が強く出ていることが判る。世界の主要地域で株価が上昇している背景には、世界的には景気持ち直しの動きが続いていることが挙げられる。

これに呼応する動きを見せているのが金利動向だ。米国、及びギリシャなど一部の極端に財政状況が悪化している国を除いた欧州では、おしなべて金利は上昇している。一方、この半年程度の間利上げを実施してきた国では、10年債利回りは幾分低下している一方で2年債利回りが上昇するなど、金融引き締め時によく見られるイールドカーブのフラット化が確認される。債券市場では景気過熱や極端な金融緩和の長期化によるインフレ懸念がテーマとなっている。

なお、インフレ懸念は景気過熱や超緩和政策の長期化だけから起因しているわけではない。商品市況の高騰も、世界の市場でインフレ懸念要因となっている。商品市況の高騰自体、世界的な景気拡大に伴う需要増加や主要国の低金利政策による過剰流動性の流入によるところが大きい。原油については中東で拡大傾向が続いている政情不安が押し上げている側面も無視できない。また、原油のほか天然ガスや石炭などについては、日

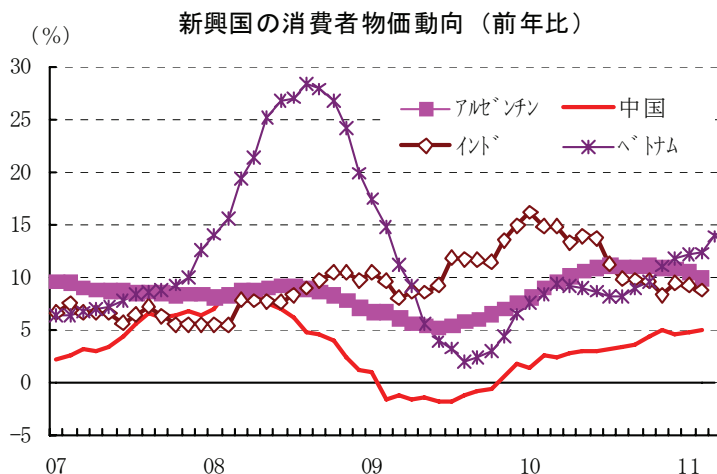


本が原発問題によって今後火力発電の供給力を拡大せざるを得なくなるとの見方が押し上げている側面もある。

世界のインフレ動向

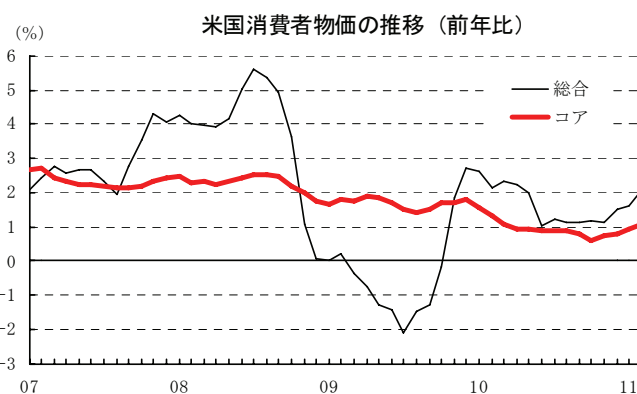
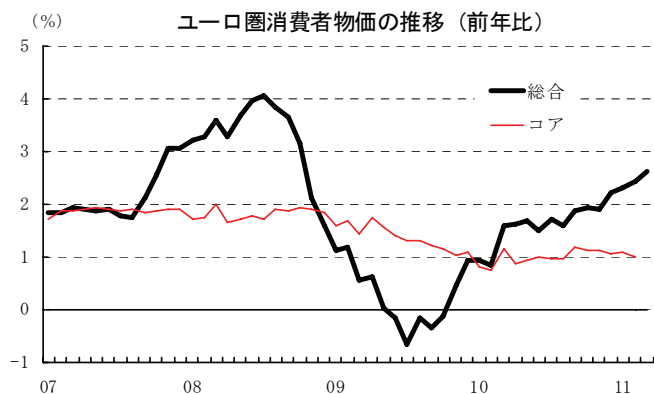
世界の物価動向をみると、新興国の一部では高率での推移が続いているほか、主要国でも少しずつではあるが上昇率が高まる傾向にある。

新興国では、中国の消費者物価上昇率は前年対比+5%前後での推移が続いている。食料品価格の高騰が牽引している姿は変わらず、非食料品については2月で前年比+2.3%にとどまっているが、それでも05年以降では最も高い上昇圏での推移となっている。インドでは消費者物価上昇率は+8.8%（2月）、卸売物価上昇率が同+8.3%と、昨年に比べて上昇率はやや鈍化しているものの、やはり高率の上昇率が続いている。ブラジルも同様で、BRICs地域はいずれも“インフレ加速”というほどではないものの、持続的な成長を阻害しかねない水準で物価が上昇しているといえる。こうした地域に次ぐとされている国々では、ベトナムの消費者物価上昇率は+13.9%（3月）、インドネシアは同+6.7%（3月）、アルゼンチンは同+10.0%（2月）などと高いペースの上昇を記録している。



主要国ではユーロ圏の消費者物価が同+2.6%（3月速報）となり、ECBの目標（2%をやや下回る）を上回って上昇率も拡大傾向にある。一方で、食料品やエネルギーなどを除いたコアベースの消費者物価は同+1.0%（2月）と低位安定傾向にあるため、景気拡大による需要超過が物価上昇圧力となっているわけではないと判断される。しかし、域内では物価にスライドして賃金上昇率が決まる傾向が強くなり、ECBの金融政策上参照する物価上昇率もエネルギーや食料品も含めたベースである。ECBは、消費者物価上昇率が目標を上回って加速している状況で、政策金利が実質ベースでマイナスとなっている超緩和状態から脱却することが望ましいと判断し、4月7日にリーマンショック後初めてとなる利上げを行った。ECBのトリシェ総裁は記者会見で「一連の利上げの第1回だと決めたわけではない」と述べ、連続的に利上げをすると決めたわけではないとしたものの、足元の金融政策について引き続き“緩和的”としており、当面は3～4ヶ月に一回のペースで利上げが実施される公算が大きい。

一方、QE2を行っている米国でもインフレ加速に対する警戒感が高まっており、FRB内部でも今後の金融政策運営について大きな意見の隔たりがあることが明らかとなってきた。米国の消費者物価上昇率（2月）は前年比+2.1%、コアベースでは同+1.1%となっている。決して高い数字ではないが、上昇率は底打ちが明確になってきた。このため、住宅バブル崩壊に伴うデフレ懸念は相当程度払拭したとみられている。同時に、米国では生活必需品ともいえるガソリン価格が急騰しており、これ以上の物価上昇は消費減衰に繋がるとの見

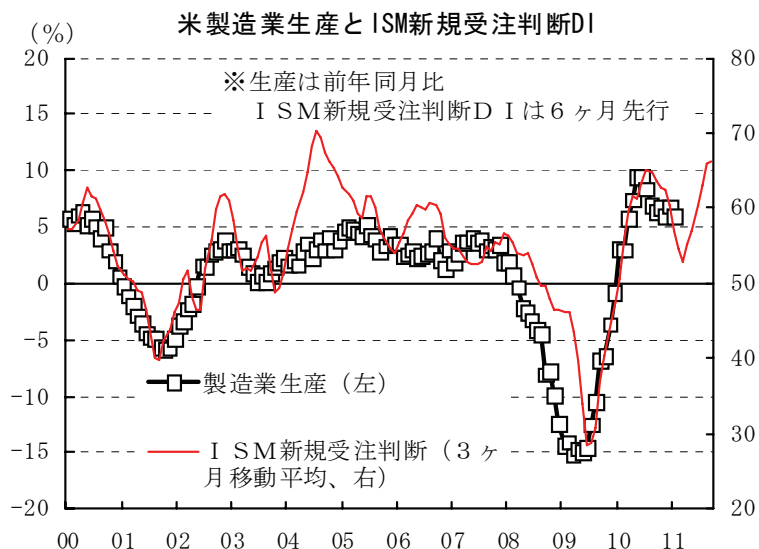


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

方も強い。昨年11月から今年6月末までの8ヶ月間で6,000億ドルの新規資金で米国債を中央銀行が購入するという史上稀に見る緩和策による過剰流動性が商品市場などに流入、世界的なインフレに繋がっているとの批判もある。こうした状況から、米国においても量的緩和政策の打ち止めと、超低金利是正という金融政策の出口が近づいたとの見方が多くなり始めている。

世界の景気実態

2011年は世界的に生産活動が再び持ち直す“踊り場脱却”の年と位置づけられている。08年秋のリーマンショックで景気は一時的に失速状態となったが、その後世界的に採られた過去最大規模ともいえる金融面での流動性供給政策と財政出動を伴う景気対策により、09年春には景気は息を吹き返した。しかし、これら対策の効果が剥落、一部は打ち切りになるなか、需要は再び減速して生産活動も鈍化に転じたのが2010年だ。これに対し、新興国の強い需要や主要国の超緩和策などを背景に最終需要の失速は免れ、再び生産活動の持ち直しが期待されているところである。たとえば、米国の製造業生産に半年程度先行する傾向のあるISM新規受注判断DIの動きをみると、今後米製造業生産は再び伸び率を加速させていく基調にあることが判る。



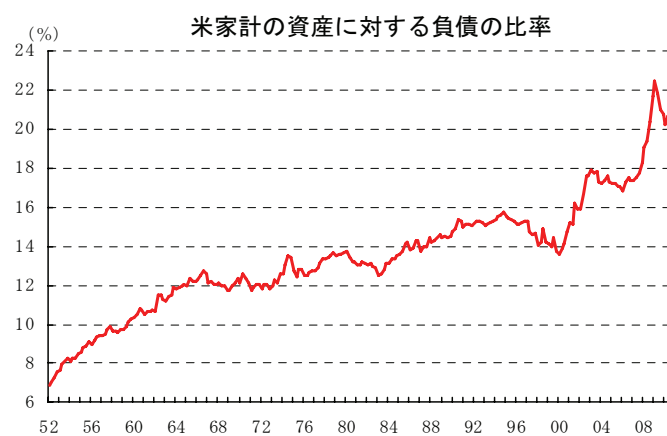
一方で、日本の震災が海外経済に与える影響については、今のところ経済指標には現れていない。日本の各種指標に震災の影響が現れるのは3月分からとなる一方で、部品不足などを通じた海外の生産指標などに影響が明確に現れるのは4月分からとやや遅れる公算が大きい。いずれにせよ、こうした指標が発表されるのは4月下旬以降となる。特に、日本製の基幹部品のなかで世界シェアが高いものとして、自動車向けの各種部品やICの基板となるシリコンウェハー、半導体製造装置部品、液晶パネルの基幹部品などが挙げられているが、これらを製造する工場が被災、ないしは、それらの基幹部品を作る工場が被災するなどしている。その影響は海外に進出している日本企業だけでなく、日本の競争相手となる海外企業にも影響を及ぼしている。各企業は代替部品などの入手を進めるとみられるが、日本製シェアが高い製品ほど調達はやや困難である。米調査会社によれば、日本の自動車関連産業の復旧が遅れる場合、震災後2ヶ月で世界の自動車生産は30%も減少するとしている。無論、自動車などのように裾野が広く、波及効果という点で産業の頂点に立つような分野で生産活動が滞ることとなれば、その影響は多岐に渡ることになる。実際にどの程度の影響が出るのかは経済指標の発表を待つほか無いが、少なくとも震災前にイメージされていた生産活動、すなわち景気の勢いはある程度下方修正を余儀なくされることとなる。

一方、世界の需要面に目を転じると、好調に推移するという新興国に対する評価は震災前と後とは大きく変わっていない。食料品やエネルギーなど生活必需品価格の動向や、金利の上昇などがマイナス要因となるものの、これまでのところ“主要新興国”では①所得の伸びがインフレ率を大きく上回っているほか、②インフレ率を割り引いた実質金利水準はあまり高くなく、資金需要も衰えていない——ことから、域内需要が明確に鈍化する兆候は見られない。

先進国については、回復の遅れている米国に対する期待が高まっている。米雇用統計（3月分：4月1日発表）が良好な内容となったことを受け、米個人消費に対する楽観的な見方が幾分強まった。しかし、住宅関連指標は未だに冴えない。住宅購入促進のための景気対策が打ち切られた後は、米国の住宅販売戸数（新築+中古）は500万戸台と、リーマンショック後に落ち込んだレベルにとどまっている。住宅需給は再び悪化してお

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

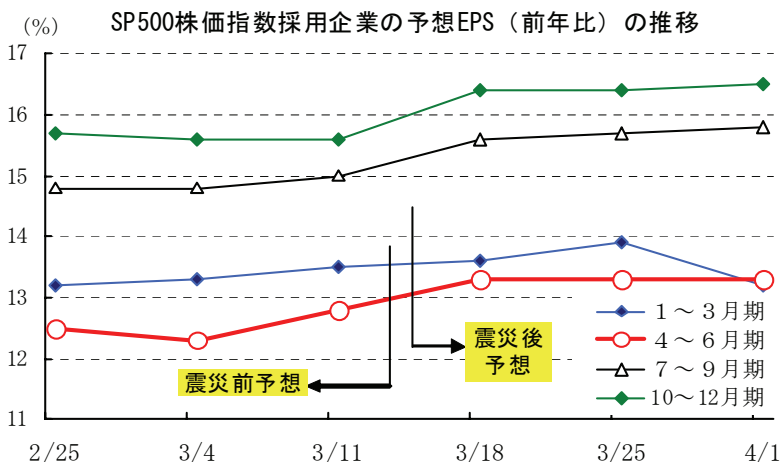
り、住宅価格も下落基調に転じ、二番底を窺う格好となっている。この結果、消費者のバランスシートは保有不動産資産価値が減少する形で足を引っ張られ、改善を遅らせる要因となっている。このような家計のバランスシートの悪化は住宅バブル崩壊後の米個人消費抑制の主因となっており、消費者マインドの歴史的低迷に繋がっている。また、追い打ちをかけるようにガソリン価格などの上昇が消費者マインドの悪化や購買力の低下に繋がっているため、現状で消費の持続的な回復を約束するものはない。こここのところの消費持ち直しは、企業のコスト削減圧力が軽減して雇用にある程度の回復余地が生じたうえ、株高によってバランスシートの一部が改善したことが寄与していると考えられる。しかし、米国では景気の牽引車である消費が本格的に回復しないと、雇用の持続的な回復には繋がりにくいという構造を持つ。足元では住宅価格の下落や物価上昇などによって消費マインドは不安定な展開となっており、雇用環境が持続的に回復することに大きく期待はできない。むしろ、今後の消費のカギを握るのは専ら株価の動向ということになる。株価が上昇することにより消費者のバランスシートと消費マインドが改善して消費が拡大、成長率が高まって雇用が回復していく——という経路に回復を頼らざるを得ない米国経済の状況は未だに変わっていない。



今後のマーケット

震災から約1ヶ月が過ぎようとしてもなお復興への着手が思うように進まないなかで、日本のマーケットも復興後の姿を描ききれずにその日その日の売買をただこなしているような日々を重ねている。一方で、海外の目は景気に対する楽観的な見方と、裏腹に台頭するインフレ懸念、そしてインフレ抑制的な金融政策への転換が主要テーマとなりつつある。なかでも、ECBが利上げに転じたことにより、今後の市場のテーマは専らFRBの金融政策に集まろう。

足元では、“QE2は6月末までに打ち止め、年内に利上げの可能性もあり”という見方が多いが、日本の震災の影響は世界の生産活動にとって新たなマイナス要因である。加えて、原油価格¹が1バレル=110ドルを上回ったが、資源価格の高騰は中東問題などによって需給面から説明できる以上のものであり、需要にとって想定以上のネガティブ要因となる。これらの要因が無視できないようになると、FRBとECBの金融引き締め期待は足元よりも緩和する可能性がある。もとより主要国におけるインフレ懸念は需要超過によ



¹ ここではWTI先物

て生じたものではないため金利の低下要因となると同時に、通貨面ではドルやユーロの減価要因にもなりうる。一方、株式市場においては4～6月期の業績予想に下方修正圧力がかかることになる。たとえば、米S&P 500株価指数採用企業の業績見通しについてみると、11年4～6月期の予想EPS（一株あたり純利益）増益率は震災前も後も+13%前後でほとんど変わっておらず、前述したようなサプライチェーンの問題が海外にも波及するリスクを全く織り込んでいない。

このように考えれば、足元で海外市場がみている“景気楽観・インフレ懸念・金融政策は引き締めへ”という流れは、早ければ今週開催されるG7・G20において各国が懸念を表明することによって、遅くとも日本の震災の影響が海外の経済指標に織り込まれて発表されるとみられる5月以降は、景気に対する楽観的な見方はやや修正される可能性がある。もっとも、それが海外の景気の方向性を変えてしまうようなインパクトを持つとまでは考えにくい。加えて、中東情勢問題を背景に原油価格には引き続き上昇圧力がかかっていることなどもあり、海外市場共通の関心となりつつあるインフレ懸念がなくなるほどのものではないと判断される。

この点で、需要の強さから潜在成長を上回るペースでの景気拡大が続いている多くの新興国と、未だ様々なリスク要因を抱えている主要国とでは、中央銀行の対応も多少異なったものとなる。すなわち、新興各国では実質金利水準が低い国を中心に利上げ局面が続く一方で、主要国ではここ数ヶ月以上に景気の動向をしっかりと見極めながらの金融政策運営が迫られよう。とくに、FRBについては6月末で一旦量的緩和政策を打ち切る公算はあるものの、景気面で不透明要因も出ているとして早期に利上げに転じるのではとの市場の懸念を抑えるような発言が前面に出てくることが予想される。米国経済自律回復の命綱ともいえるのが株価の上昇によるバランスシート改善促進であるため、景気に少しでも不安感があれば、FRBは引き締め観測が先走って株式市場に流入する資金を方向転換させるような事態は避けようとするだろう。

(注) 本文中図表データ出所：Bloomberg、INDB、THOMSON REUTERS